



LISBON
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT
UNIVERSIDADE DE LISBOA

MESTRADO
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

CARACTERÍSTICAS INDIVIDUAIS DO CEO E *TURNOVER*

SUSE FILIPA DOS SANTOS MONTEIRO

SETEMBRO - 2016

MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

CARACTERÍSTICAS INDIVIDUAIS DO CEO E *TURNOVER*

SUSE FILIPA DOS SANTOS MONTEIRO

ORIENTAÇÃO:

PROFESSORA DOUTORA MARIA JOÃO COELHO GUEDES

SETEMBRO – 2016

RESUMO

O objetivo do presente estudo é a identificação dos fatores determinantes do *turnover* dos CEOs (*Chief Executive Officers*), focando nas suas características individuais, como idade, tempo de permanência no cargo, dualidade e género, tendo sido estas as variáveis analisadas. A análise foi efetuada para um período compreendido entre os anos 2000 e 2012, sendo a amostra do estudo composta por 2.508 CEOs pertencentes a 1.552 empresas cotadas europeias. Para a análise estatística destes dados usaram-se modelos de regressão logística, tendo-se concluído que as características individuais dos CEOs são efetivamente determinantes relevantes do seu *turnover*. De acordo com os resultados, são os CEOs mais velhos, com menor tempo de permanência no cargo, não sendo presidentes do conselho de administração, assim como os CEOs femininos, aqueles que têm maior propensão para o *turnover*.

Palavras-chave: *turnover*, CEO, *governance*, conselho de administração.

ABSTRACT

This paper aims to identify the factors that determine CEO's (*Chief Executive Officers*) turnover, focusing on their individual characteristics such as age, tenure, duality and gender, that were the variables analyzed. The study covers the period between 2000 and 2012, covering 1.552 European listed companies, and 2.508 CEOs. Using a logistic regression models, the results show that the individual characteristics of the CEOs are in fact determinant for their turnover. According to the results the older CEOs, with shorter tenure, that are not presidents of the board, as well as the female CEOs, are the ones that are more likely to turnover.

Key words: turnover, CEO, governance, board.

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, à Professora Maria João Guedes pela constante disponibilidade para ajudar, pelos conselhos e transmissão de conhecimentos.

Ao Luís Miguel Matias, Tânia Marquês e Patrícia Silva pela preciosa ajuda que foi dada e, ainda, ao Rui Gomes pelo apoio constante.

Por último, mas não menos importante, aos meus pais por sempre me terem dado o apoio e os recursos necessários.

ÍNDICE

Resumo	iii
<i>Abstract</i>	iv
Agradecimentos	v
Índice	vi
Índice de Tabelas	viii
Índice de Anexos	viii
Lista de Abreviaturas.....	ix
1. Introdução	1
2. Revisão da Literatura.....	3
2.1. <i>Turnover</i> dos CEOs	3
2.2. Relação entre <i>Turnover</i> e <i>Corporate Governance</i>	6
2.3. Características dos CEOs e o seu <i>Turnover</i>	8
2.3.1. Idade dos CEOs.....	8
2.3.2. Permanência do CEO no Cargo	9
2.3.3. Dualidade do CEO	11
2.3.4. Género do CEO	13
3. Metodologia de Investigação.....	15
3.1. Amostra.....	15
3.2. Variáveis	17
3.2.1. Variável Dependente – <i>Turnover</i> dos CEOs	17
3.2.2. Variáveis Independentes	18
3.2.3. Variáveis de Controlo.....	19
3.2.4. Análise Descritiva	21

3.3. Metodologia e Modelo Empírico	23
4. Testes Empíricos e Resultados	23
4.1. Matriz de Correlação	23
4.2. Teste <i>t-Student</i>	25
4.3. Modelos de Regressão Logística	26
4.4. Testes de Robustez.....	29
4.5. Testes Adicionais	31
5. Conclusões, Limitações e Pistas de Investigação Futura	33
5.1. Principais Conclusões	33
5.2. Limitações do Estudo.....	35
5.3. Pistas de Investigação Futura.....	35
6. Referências Bibliográficas.....	36
7. Anexos	43

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 – Tabela de frequências	22
Tabela 2 – Estatísticas descritivas	22
Tabela 3 – Matriz de correlação de Pearson	24
Tabela 4 – Teste à igualdade de médias entre eventos com ou sem <i>turnover</i>	25
Tabela 5 – Resultados dos modelos de regressão logística	27
Tabela 6 - Teste à igualdade de médias entre CEOs femininos e masculinos.....	32
Tabela 7 -Teste à igualdade de médias entre empresas financeiras e não financeiras ...	33

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo 1 – Número de CEOs femininos nos conselhos de administração das empresas europeias que compõem a amostra, no ano 2012	43
Anexo 2 - Composição da amostra por país	43
Anexo 3 - Composição da amostra por setor.....	44
Anexo 4 - Descrição das variáveis	45
Anexo 5 – VIFs das variáveis explicativas.....	46
Anexo 6 – Resultados das regressões dos testes de robustez e dos testes adicionais.....	47

LISTA DE ABREVIATURAS

CEO	<i>Chief Executive Officers</i>
CFO	<i>Chief Financial Office</i>
CG	<i>Corporate Governance</i>
COO	<i>Chief Operating Officer</i>
I&D	Investigação e Desenvolvimento
PIB	Produto Interno Bruto
VIF	<i>Variance Inflation Factors</i>
WGI	<i>Worldwide Governance Indicators</i>

1. INTRODUÇÃO

O *turnover* dos CEOs corresponde, de acordo com Goyal & Park (2002), à alteração, voluntária ou involuntária, do gestor que ocupa esse cargo. Segundo Homroy (2015), o forte controlo exercido sobre as ações dos CEOs tem tornado a função de CEO numa função de grande risco. Esta evidência manifestou-se nos últimos anos, em que se registou um aumento bastante acentuado das decisões de *turnover*, refletindo-se numa tendência marcante de diminuição da duração dos CEOs neste cargo (Homroy, 2015; Kaplan & Minton, 2012). A título de exemplo, entre o período de 2000 a 2007 o *turnover* dos CEOs aumentou em cerca de 17% (Kaplan & Minton, 2012). Este é um tema que tem sido alvo de atenção por parte de diversos autores (e.g. Eriksson, Madsen, Dilling-Hansen, & Smith, 2001; Goyal & Park, 2002), considerando que a decisão de *turnover* é uma das principais funções do conselho de administração (Ertugrul & Krishnan, 2011) e um mecanismo de *governance* primordial (Fiordelisi & Ricci, 2014), tendo um impacto significativo no desempenho financeiro da empresa e no seu valor (Anderson & Chun, 2014; Clayton, Hartzell & Rosenberg, 2005).

Alguns dos estudos realizados evidenciam que a adoção de comportamentos antiéticos e, sobretudo, ilegais por parte dos CEOs é uma das justificações do *turnover* involuntário (Ertugrul & Krishnan, 2011). Por sua vez, Hazarika, Karpoff & Nahata (2012) declaram que a probabilidade de um gestor ser demitido aumenta substancialmente com as práticas de gestão de resultados. Para além disso, a probabilidade de *turnover* aumenta com a não concordância dos CEOs com as estratégias do conselho de administração (Martin & Combs, 2011) e o desalinhamento de interesses entre os CEOs e os acionistas (Fiordelisi & Ricci, 2014). No entanto, é o desempenho financeiro da empresa, mais propriamente a ocorrência de um fraco

desempenho organizacional que é classificada como a principal causa do *turnover* dos CEOs (Hazarika et al., 2012). Ainda assim, Martin & Combs (2011) defendem que, para além de um fraco desempenho organizacional, o *turnover* dos CEOs é também originado, com frequência, por outros fatores cruciais, nomeadamente pela divergência de personalidades entre esses e os diretores dos conselhos de administração.

Deste modo, o presente estudo surge com o intuito de analisar as características individuais dos CEOs como potenciais influenciadores do seu *turnover*. A realização deste estudo torna-se ainda mais pertinente devido ao facto de a análise do *turnover* dos CEOs não ter sido ainda efetuada para a Europa no seu todo, tendo esta temática apenas sido alvo de análise em alguns países, a nível mundial, de forma individual, mas sobretudo nos Estados Unidos (Eriksson et al., 2001; Kato & Long, 2006).

Assim sendo, o estudo aqui apresentado tem como principal finalidade identificar os fatores determinantes do *turnover* dos CEOs em empresas europeias, em que as principais variáveis analisadas são: idade, tempo de permanência no cargo, dualidade e género do CEO. A análise foi efetuada para um período compreendido entre os anos 2000 e 2012, sendo a amostra do estudo composta por 2.508 CEOs pertencentes a 1.552 empresas cotadas de 22 países europeus, perfazendo um total de 10.010 observações. Os resultados apurados através de modelos de regressão logística indicam que os CEOs mais velhos, com menor tempo de permanência no cargo, que não sejam igualmente presidentes do conselho de administração, assim como os CEOs femininos, estão mais suscetíveis ao *turnover*.

Em termos gerais, este estudo permitiu obter uma melhor compreensão sobre a influência das características particulares dos CEOs sobre o seu *turnover*, sendo que se difere da maioria dos estudos já realizados por o seu foco não ser em fatores

relacionados com a empresa ou com o conselho de administração, nem em determinantes já conhecidos, como o desempenho organizacional ou o comportamento ético do CEO. Nomeadamente, o estudo realça a importância que deve ser dada ao género do CEO nesta temática, dada a escassez anterior de estudos que relacionem o género com o *turnover* dos CEOs nas organizações.

Após esta secção inicial, o trabalho apresenta-se dividido em mais 4 secções: na secção 2 encontra-se a revisão da literatura e desenvolvimento de hipóteses; na secção 3 é explicada a metodologia de investigação; na secção 4 são apresentados e discutidos os resultados do tratamento dos dados estatísticos e, por fim, na secção 5 estão presentes as principais conclusões do estudo, assim como suas limitações e sugestões de estudos futuros.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1. Turnover dos CEOs

O *turnover* dos CEOs pode ser distinguido em dois tipos: voluntário ou involuntário. O *turnover* voluntário ocorre em situações de doença, reforma, promoção de cargo, entre outras (Farrell & Whidbee, 2003), ou seja, situações independentes da responsabilidade do conselho de administração e dos resultados obtidos pela empresa (Boeker, 1992). Contrariamente, o *turnover* involuntário é por norma resultado de uma ação tomada pelo conselho de administração (Huang, Parker, Yan & Lin, 2014), sendo mais concretamente designada por demissão. Uma das causas mais frequentes da demissão de um CEO é a insatisfação do conselho de administração com os níveis de desempenho da empresa, que deste modo procurará alterar a liderança e a estratégia da

empresa, no sentido de evitar que consequências indesejáveis se prolonguem a longo prazo (Huang et al., 2014).

Na sua grande maioria, os estudos realizados sobre esta temática defendem que a probabilidade de *turnover* dos CEOs aumenta com o fraco desempenho financeiro das empresas em que operam (Huang et al., 2014; Huson, Parrino & Starks, 2001; Wei, Chen, Young & Wang, 2014). Nas situações em que o conselho de administração baseia as suas expectativas empresariais no desempenho organizacional, esta relação negativa entre o *turnover* dos CEOs e o desempenho financeiro da empresa é ainda mais evidenciada (Puffer & Weintrop, 1991). Fredrickson, Hambrick & Baumrin (1988) defendem que as expectativas futuras do conselho de administração têm por base o desempenho organizacional do ano anterior. Assim sendo, no momento em que um CEO inicia a sua função numa determinada empresa, a probabilidade de demissão que recai sobre este é maior quando o desempenho organizacional anterior se apresentou muito elevado, dadas as altas expectativas do conselho de administração. Paralelamente, quando o desempenho anterior se apresentou muito baixo o risco de demissão é também elevado, uma vez que os CEOs se deparam com uma margem de erro bastante reduzida (Fredrickson et al., 1988).

Não obstante, Ertugrul & Krishnan (2010) afirmam que grande parte das demissões ocorrem na ausência de um período de baixo desempenho organizacional, dado que o conselho de administração tende a demitir os CEOs que possam originar uma queda no valor da empresa, devido às suas incapacidades de gestão. Clayton et al. (2005) apresentam três fatores que podem motivar o conselho de administração a alterar o CEO da empresa: o primeiro deve-se ao facto do CEO atual não seguir de forma adequada as estratégias adotadas pelo conselho; por outro lado, o conselho de

administração pode ter em vista um potencial sucessor, que apresente maiores capacidades de gestão do que o atual CEO; e por fim, o conselho de administração pode utilizar a ameaça de demissão como forma de assegurar um nível ótimo de dedicação por parte do atual CEO, surgindo a demissão efetiva quando se regista um fraco desempenho organizacional, mesmo que devido a fatores aleatórios. Fredrickson et al. (1988) defendem, igualmente, que existem outros fatores independentes do desempenho organizacional que influenciam o *turnover* dos CEOs.

No que se refere aos efeitos que surgem de uma decisão de *turnover*, Ertugrul & Krishnan (2010) referem que, apesar das empresas assistirem a um declínio do desempenho organizacional no período imediatamente anterior ao da demissão do CEO, tal é perfeitamente reversível após a sua saída. Chun & Anderson (2014) concluem que se tende a registar melhor desempenho financeiro em empresas onde se verificam cerca de três ou quatro alterações na direção de topo, num período de três anos, quando comparadas com empresas onde ocorrem menos ou não ocorre qualquer alteração. Esta conclusão é justificada pelo facto de novos diretores poderem oferecer às empresas novas ideias e competências, bem como perspetivas alternativas.

Contudo, o *turnover* dos CEOs não deixa de ser uma decisão que necessita de uma forte ponderação por parte da administração dadas as consequências subjacentes. Clayton et al. (2005) afirmam que o *turnover* dos CEOs, sobretudo o involuntário, resulta em aumentos na volatilidade do preço das ações da empresa, isto porque o mercado precisa de avaliar a competência do novo CEO e a estratégia adotada pela empresa. Também o tempo necessário para a transmissão de conhecimentos específicos do atual CEO para o seu sucessor pode dissuadir, ou pelo menos atrasar, a decisão de *turnover* por parte do conselho de administração, mesmo que a empresa apresente um

fraco desempenho organizacional (Mobbs & Raheja, 2012). Hazarika et al. (2012: 46) reforçam esta perspetiva ao afirmar que “substituir um CEO pode ser uma mudança organizacional com um custo bastante elevado”. É igualmente importante referir que, em muitas das vezes, o *turnover* de um CEO acaba por se refletir na saída de outros gestores (Huang et al., 2014), sendo que se deve reconhecer que o contributo do CEO para uma empresa não provém apenas do seu valor, mas sim da cooperação existente entre o seu trabalho e o das pessoas com as quais colabora (Fee & Hadlock, 2004).

2.2. *Relação entre Turnover e Corporate Governance*

Dadas as diversas repercussões que podem surgir de uma decisão de *turnover*, a decisão de demitir um CEO revela-se como uma das funções mais relevantes do conselho de administração, sendo este muitas vezes avaliado com base na sua proatividade (Duchin, Matsusaka & Ozbas, 2010; Ertugrul & Krishnan, 2010). O *turnover* dos CEOs apresenta-se, assim, como um mecanismo de *corporate governance* fundamental dada a relação existente com o desempenho da empresa (Fiordelisi & Ricci, 2014).

Entende-se por *corporate governance* (CG) o conjunto de mecanismos pelos quais as organizações são dirigidas e controladas, de forma a alcançar os seus objetivos (Pintea & Fulop, 2010). Para tal, são necessários mecanismos específicos de gestão como forma de garantir o funcionamento ótimo da empresa, e também mecanismos de fiscalização, nomeadamente das equipas de gestão, para garantir que os objetivos da empresa são alcançados de forma eficaz e eficiente (Silva, Vitorino, Alves, Cunha & Monteiro, 2006; OCDE, 2004). A CG tem como objetivo a otimização do desempenho organizacional, pelo que um sistema de CG eficaz contribui para promover o

desempenho e o valor da empresa, assim como a sua competitividade e transparência (OCDE, 2004; Pintea & Fulop, 2010), tendo assim grande relevância no funcionamento da economia (Adams, Hermalin & Weisbach, 2008).

Uma das principais missões da CG passa por minimizar o problema de agência nas empresas (Mohamed, Baccar, Fairchild & Bouri, 2012; Silva et al., 2006). Este problema traduz-se no desalinhamento de interesses e objetivos entre o conselho de administração e os CEOs da empresa, dado que estes últimos procuram aumentar a sua própria riqueza, enquanto que o conselho de administração é responsável por aumentar a riqueza para o acionista, ou seja, por garantir que os CEOs seguem os objetivos dos acionistas (Kato & Long, 2006; Pintea & Fulop, 2010; Puffer & Weintrop, 1991). Uma solução recorrente para alinhar os interesses do CEO com os dos acionistas passa por conceder ações da empresa ao CEO (Denis, Denis & Sarin, 1997; Morck, Shleifer & Vishny, 1988). Quanto maior a proporção de ações detida pelo CEO, maiores serão os seus esforços para obter um melhor desempenho organizacional (Pi & Lowe, 2011). No entanto, também maior se torna o seu poder dentro da empresa (Boeker, 1992; Pi & Lowe, 2011; Shen & Cannella, 2002), permitindo-lhe minimizar o controlo que é exercido sobre o seu desempenho (Denis et al., 1997) e, conseqüentemente, enfraquecer a sua probabilidade de demissão (Huson et al., 2001; Mikkelsen & Partch, 1997). Assim, a eficácia dos sistemas de CG em resolver o problema de agência pode ser medida pela relação existente entre o desempenho organizacional e o *turnover* dos gestores (Kato & Long, 2006). Em termos mais concretos, a qualidade dos métodos de CG nas organizações pode ser avaliada através de diversos parâmetros, como a dualidade do CEO, o número de diretores no conselho de administração e respetiva representação de diretores não-executivos, entre outros (Pintea & Fulop, 2010).

2.3. *Características dos CEOs e o seu Turnover*

É frequente que o *turnover* dos CEOs ocorra mesmo na ausência de um baixo desempenho organizacional, pelo que o desempenho financeiro da empresa é apenas um dos múltiplos determinantes que estão na origem das decisões de *turnover*, existindo outros fatores que melhor justificam essas decisões (Fredrickson et al., 1988; Pitcher, Chreim & Kisfalvi, 2000). Segundo Pfeffer (1985) e Wei et al. (2014), grande parte das ações de *turnover* são explicadas por fatores demográficos, como a idade do CEO e o seu tempo de permanência no cargo. Adicionalmente, Hambrick & Mason (1984: 196) afirmam que os gestores operam de acordo com “a sua experiência profissional, raízes socioeconómicas e posição financeira”. Assim, este estudo incide essencialmente sobre a análise das características individuais dos CEOs – pessoais e relativas à sua posição empresarial – como possíveis determinantes do seu *turnover*.

2.3.1. *Idade dos CEOs*

A idade dos CEOs tem uma forte influência na forma como estes gerem as diversas situações empresariais (Peni, 2014). De acordo com Herrmann & Datta (2005), gestores mais novos apresentam maiores capacidades de adaptação, maior recetividade a novos desafios e aceitação das incertezas. Em contrapartida, à medida que aumenta a idade do CEO, o seu otimismo tende a regredir, refletindo-se numa maior aversão ao risco (Mohamed et al., 2012). Mohamed, Jarboui, Baccar & Bouri (2015) realçam a racionalidade na tomada de decisões como característica dos CEOs mais velhos, o que resulta numa menor predisposição ao investimento. De acordo com os mesmos autores, tal irá refletir-se num aumento da eficiência da empresa e, consequentemente, no seu valor, no entanto, não se pode descartar os problemas de sub-investimento inerentes.

Esta perspectiva é corroborada por Taylor (1978), segundo o qual os CEOs mais velhos não só apresentam maiores dificuldades em processar a informação disponível, como também necessitam de mais tempo na tomada de decisão, apresentando uma maior probabilidade de alterá-la aquando de consequências adversas, dada a baixa confiança que lhe depositam.

Também Peni (2014), ao analisar a influência das características dos CEOs sobre o desempenho organizacional, concluiu que o desempenho é negativamente influenciado pela presença de CEOs mais velhos na empresa. Assim, dada a relação negativa entre o desempenho da empresa e o *turnover* dos CEOs já anteriormente mencionada, é facilmente compreensível a existência de uma relação positiva entre a idade dos CEOs e o *turnover* dos mesmos, isto é, a probabilidade de *turnover* é significativamente maior para CEOs mais velhos (Farrell & Whidbee, 2003; Fiordelisi & Ricci, 2014; Mikkelsen & Partch, 1997). Esta probabilidade é fortalecida em empresas onde está presente um número significativo de diretores independentes e, também, onde a propriedade de ações é mais concentrada (Wei et al., 2014).

Assim, a primeira hipótese de investigação proposta é a seguinte:

H1: O *turnover* dos CEOs está positivamente relacionado com a sua idade.

2.3.2. *Permanência do CEO no Cargo*

Os CEOs que permanecem há menos tempo nesse cargo, numa determinada empresa, estão, tendencialmente, mais predispostos a lidar com desafios, a encarar os riscos com maior aceitação e a apresentar maior entusiasmo perante as diversas situações (Herrmann & Datta, 2005), o que se reflete na propensão dos CEOs a investir (Mohamed et al., 2012) e, consequentemente, no valor da empresa (Mohamed et al.,

2015). Zona (2016) conclui que a predisposição dos CEOs com mandatos mais curtos a investir em Investigação e Desenvolvimento (I&D) é influenciada, por um lado, negativamente pela concessão de *stock options*, uma vez que intensificam a percepção de risco, e, por outro, positivamente quando o CEO desempenha simultaneamente o papel de presidente do conselho de administração. De acordo com o mesmo estudo, verifica-se o inverso quando os CEOs têm mandatos de maior duração.

Uma permanência prolongada do CEO no cargo, numa determinada empresa, pode ter impacto negativo sobre o valor dessa empresa (Mohamed et al., 2015), devido ao elevado sentido de pertença deste, o qual contribui para a existência de distorções nas tomadas de decisões empresariais (Mohamed et al., 2012). Pois como forma de evitar o forte controlo dos acionistas, os CEOs podem sentir-se motivados a tomar decisões cuja finalidade seja aumentar a dimensão da empresa, o que pode originar conflitos ideológicos e problemas de agência (Mohamed et al., 2015). No entanto, o tempo de permanência de um CEO no cargo contribui positivamente para o seu poder (Cannella & Shen, 2001) e, paralelamente, CEOs com mandatos mais longos são menos suscetíveis de monitorização (Dikolli, Mayew & Nanda, 2014). Por outro lado, a continuidade como CEO permite a aquisição de fortes conhecimentos sobre a gestão da empresa, tornando estes mais otimistas (Mohamed et al., 2012). Finalmente, mandatos mais longos desincentivam a atividade de gestão de resultados por parte dos CEOs e, consequentemente, a probabilidade destes serem demitidos (Hazarika et al., 2012).

Assim sendo, embora se refiram diversos efeitos da permanência no cargo de CEO no risco de *turnover*, diversos autores reconhecem que os CEOs com mandatos de maior duração têm menor probabilidade de serem demitidos (Fiordelisi & Ricci, 2014; Fredrickson et al., 1988; Wei et al., 2014), mesmo na presença de um baixo

desempenho organizacional (Allgood & Farrell, 2000) e, sobretudo, se os mecanismos de CG não forem suficientemente eficazes (Dikolli et al., 2014). Não obstante, a relação negativa entre duração no cargo de CEO e o *turnover* pode não ser tão evidente na presença de um número significativo de diretores independentes no conselho de administração. Esta relação pode até tornar-se positiva caso haja uma elevada concentração de *ownership* na empresa, dado que os acionistas maioritários podem controlar e limitar a atuação dos CEOs (Wei et al., 2014). Contudo, e perante os argumentos anteriormente apresentados, é formulada a segunda hipótese:

H2: O *turnover* dos CEOs está negativamente relacionado com o seu tempo de permanência no cargo.

2.3.3. *Dualidade do CEO*

Fala-se em dualidade do CEO quando este desempenha simultaneamente o papel de presidente do conselho de administração (Rechner & Dalton, 1991; Wei et al., 2014). A conjugação destes dois prestigiados papéis na empresa reflete-se num aumento de poder bastante significativo para o CEO (Cannella & Lubatkin, 1993; Firth, Wong & Yang, 2014; Nguyen, 2011). Esse maior poder permite-lhe resistir ao forte controlo que o conselho de administração possa exercer sobre o seu desempenho, o que se reflete na ineficácia do conselho para agir em determinadas situações (Goyal & Park, 2002; Pi & Lowe, 2011). Em alguns casos, o CEO/presidente detém até poder suficiente para influenciar a designação dos membros do conselho, conforme lhe seja mais benéfico (Zajac & Westphal, 1996). Adicionalmente, Finkelstein & D'Aveni (1994) defendem que, o facto do maior poder concedido ao CEO/presidente enfraquecer a eficácia de monitorização do conselho de administração, pode resultar num forte “enraizamento”

do CEO na empresa. No entanto, não é apenas sobre o conselho de administração que o maior poder do CEO/presidente se faz notar. No estudo realizado por Firth et al. (2014) salienta-se que o controlo exercido pelos acionistas, para que os CEOs contribuam fortemente para a maximização do lucro, pode ser neutralizado quando os CEOs ocupam essa posição privilegiada na empresa. Em contrapartida, o CEO/presidente pode usar o seu maior poder para atingir os seus próprios objetivos, o que se irá refletir eventualmente num maior comportamento oportunista e atividades fraudulentas (Rijsenbilt & Commandeur, 2013).

A forte capacidade de liderança do CEO, quando este é também presidente do conselho de administração, reflete-se na ineficácia das decisões tomadas pelo conselho, nomeadamente aquando da tomada de decisão acerca da saída e substituição do CEO (Goyal & Park, 2002; Nguyen, 2011). O maior poder dos CEOs/presidentes facilmente lhes permite resistir à pressão de demissão que possa ocorrer (Fredrickson et al., 1988), enfraquecendo assim a probabilidade de *turnover* que incide sobre estes (Firth et al., 2014; Goyal & Park, 2002; Pi & Lowe, 2011). Adicionalmente, Peni (2014) afirma que a dualidade do CEO tem impacto positivo sobre o desempenho organizacional.

O facto de o CEO ser também presidente do conselho de administração pode afetar a sensibilidade do *turnover* em relação a outros determinantes. Nomeadamente, a relação positiva entre a idade e o *turnover* dos CEOs torna-se mais fraca, enquanto que a relação negativa entre o tempo de permanência como CEO e o seu possível *turnover* torna-se ainda mais evidente (Wei et al., 2014). Também Dikolli et al. (2014) defendem que os CEOs/presidentes têm maior probabilidade de permanecer no cargo por mais tempo. Neste seguimento, formula-se a seguinte hipótese:

H3: O *turnover* dos CEOs está negativamente relacionado com a sua dualidade.

2.3.4. *Género do CEO*

Os conselhos de administração das empresas em geral apresentam uma proporção de diretores do sexo feminino muito reduzida (consultar Anexo 1) (Adams & Ferreira, 2009; Beecher-Monas, 2007). No ano 2013, apenas 18% dos cargos executivos eram ocupados por mulheres (*European Professional Women's Network – EPWN*, 2014). No entanto, este é um cenário que se tende a inverter (Terjesen, Couto & Francisco, 2015), dado que a diversidade de género é uma questão de CG fundamental (Carter, Simkins & Simpson, 2003; Terjesen et al., 2015). Nos últimos anos têm surgido medidas de *governance* que exigem que os conselhos de administração das empresas sejam mais diversificados em termos de género (Adams & Ferreira, 2009). Segundo Terjesen, Aguilera & Lorenz (2014), existem 15 países, a nível mundial, que dispõem de códigos de *governance* que sugerem e orientam a diversidade de género da administração, mas apenas 10 países apresentam quotas de género obrigatórias. A título de exemplo, as empresas cotadas da Noruega estão obrigadas, a partir de Janeiro de 2008, a ter pelo menos 40% de diretores do sexo feminino (Adams & Ferreira, 2009). Contudo, apesar da tendência para o crescimento da presença de mulheres na administração, existem fortes diferenças entre países, indústrias e, até mesmo, empresas (Terjesen et al., 2015).

Para além das medidas que impõem que os conselhos de administração sejam compostos, em determinada parte, por diretores femininos, existe a *Sarbanes-Oxley Act (SOX)* que exige que a administração seja composta por diretores independentes (Beecher-Monas, 2007; Duchin et al., 2010; Linck, Netter & Yang, 2008). Porém, diversos estudos sobre esta temática concluem que há uma grande tendência para que as mulheres sejam diretores independentes (Carter et al., 2003; Terjesen et al., 2015).

Desta forma, muitas empresas optam por cumprir o requisito da independência ao ocupar os cargos executivos com diretores femininos (Beecher-Monas, 2007).

No entanto, o facto de os diretores femininos serem essencialmente independentes, pode-se refletir em alguma falta de conhecimentos específicos da empresa e do seu ambiente, impactando negativamente o desempenho da empresa (Duchin et al., 2010). Contudo, Peni (2014) contraria essa afirmação, defendendo que o desempenho organizacional é influenciado positivamente pela presença de CEOs femininos. Terjesen et al. (2015) defendem até que, só com a presença de diretores femininos na administração, a independência exigida nos conselhos de administração tem o efeito desejável sobre o desempenho organizacional. Para além disso, a existência de diferentes perspetivas e linhas de pensamento subjacentes a um conselho diversificado promove uma melhor ponderação sobre as tomadas de decisões (Beecher-Monas, 2007), o que se reflete num valor superior para a empresa (Carter et al., 2003). Todavia, Pletzer, Nikolova, Kedzior & Voelpel (2015) estabelecem que a proporção de mulheres na administração não influencia o desempenho organizacional.

Beecher-Monas (2007) realça as diferenças entre o comportamento organizacional das mulheres e o dos homens, pelo que a presença de mulheres nos conselhos de administração influencia o comportamento e as atitudes dos diretores masculinos (Adams & Ferreira, 2009), refletindo-se numa melhoria da *governance* do conselho de administração (Adams & Ferreira, 2009; Beecher-Monas, 2007; Carter et al., 2003). Em comparação com os diretores masculinos, as mulheres tendem a originar menos conflitos (Adams & Ferreira, 2009), o que se reflete na imagem transmitida ao exterior, sendo as empresas com uma maior presença de diretores femininos reconhecidas por um melhor comportamento ético (Arun, Almahrog, & Aribi, 2015; Terjesen et al., 2015).

Os diretores femininos são, na sua grande maioria, nomeados para exercer funções de monitorização (Adams & Ferreira, 2009), no entanto, tal é também verdade para diretores independentes (Beecher-Monas, 2007; Bhagat & Black, 1998). Assim, com ambas as normas de diversificação de género e de independência a estimular a presença de mulheres nos conselhos de administração, tal irá também refletir-se num crescimento de competências de monitorização, no entanto, Adams & Ferreira (2007) defendem que o valor de uma empresa pode ser prejudicado pela monitorização excessiva, essencialmente em organizações em que os acionistas tenham os seus direitos fortemente consolidados. Adicionalmente, as consequências resultantes da monitorização elevada têm influência na relação existente entre o *turnover* dos CEOs e o desempenho da empresa, tornando-se esta relação negativa mais evidente consoante a maior presença de mulheres nos conselhos de administração (Adams & Ferreira, 2009).

Considerando as evidências e a escassez de literatura acerca da relação entre diversidade de género e CG (Adams & Ferreira, 2009), fundamentalmente no que respeita ao *turnover* dos CEOs, o género do CEO é sem dúvida uma variável merecedora de investigação. Assim, estabelece-se a seguinte hipótese:

H4: O *turnover* é mais provável de ocorrer quando o CEO é mulher.

3. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

3.1. Amostra

De forma a responder às questões de investigação propostas no estudo, foram recolhidos dados anuais para empresas europeias cotadas entre o período de 2000 e 2013, sendo este último ano apenas utilizado como comparação na determinação da variável *turnover* (ver subseção 3.2.1.). Foram eliminadas todas as empresas que não

apresentavam dados suficientes ou quando estes se apresentavam inconsistentes, nomeadamente, foram excluídas as empresas que apresentavam dados relativos aos CEOs apenas para um ano amostral, dado que não permitia avaliar a existência de *turnover* por falta de dados comparativos (e.g. Fiordelisi & Ricci, 2014; Homroy, 2015), assim como, foram também excluídos os países que apresentavam menos de 6 observações (Arun et al., 2015).

A amostra final é composta por 1.552 empresas europeias cotadas, no período de 2000 a 2012. Nessa amostra constam 2.438 CEOs, ainda que alguns deles surjam em mais do que uma empresa, nomeadamente, após a ocorrência de *turnover* que resulte numa mudança de empresa e, por essa razão, determinados CEOs surgem em diferentes empresas em anos distintos na amostra ou, por vezes, existem CEOs que assumem esse cargo em diferentes empresas que pertençam ao mesmo grupo empresarial. Dado que as suas características diferem entre cada empresa, nomeadamente idade, permanência no cargo, e todas as restantes variáveis que compõem o estudo, são analisados como CEOs distintos. Assim, no total são analisados 2.508 CEOs, perfazendo um total de 10.010 observações. O estudo engloba 22 países europeus, sendo a França o país com maior representatividade na amostra (20,84%), seguido da Alemanha (14,15%), como consta no Anexo 2. As atividades económicas estão agrupadas em 10 setores gerais, sendo o setor de Produtos Industrializados com maior peso na amostra (21,37%) – ver Anexo 3.

Foram utilizadas diversas fontes de informação. A informação relativa aos CEOs e conselhos de administração provém da base de dados BoardEx, que contém informação biográfica dos elementos dos conselhos de administração das empresas a nível mundial. Os dados financeiros foram recolhidos através da Bloomberg, que fornece informação financeira das empresas cotadas, também a nível mundial. Foram

igualmente utilizadas as bases de dados WGI (*Worldwide Governance Indicators*) e Eurostat, onde foram obtidos os indicadores de *governance* e o PIB (Produto Interno Bruto) *per capita* dos diferentes países, respetivamente.

3.2. Variáveis

3.2.1. Variável Dependente – *Turnover dos CEOs*

Dado que o estudo pretende avaliar se as características individuais dos CEOs têm efeito sobre o *turnover* dos mesmos, o *turnover* dos CEOs é a variável dependente. Uma vez que a informação relativa ao *turnover* dos CEOs não se encontrava disponível nas bases de dados, esta foi uma variável construída a partir de informação a que era possível aceder. Foi assumida a ausência de *turnover*, num determinado ano, se o nome do CEO fosse igual ao que surgiria no seguinte ano. Caso o nome do CEO fosse diferente daquele que era apresentado no ano seguinte, foi definida a ocorrência de *turnover* para o primeiro ano. Assim, a data do *turnover* está associada ao último ano do CEO no cargo. Esta é, então, uma variável binária que assume o valor 1 caso o CEO deixe de exercer esse cargo numa determinada empresa e 0, caso contrário (Fiordelisi & Ricci, 2014; Goyal & Park, 2002; Shen, Gentry & Tosi, 2010).

A definição dos diretores que assumem o cargo de CEO pode ser bastante complexa (Boeker, 1992). Foram definidos como CEOs todos aqueles que assumem esse cargo, mesmo que em conjunto com outros diretores (Co-CEOs ou Joint CEO – neste caso obteve-se a média dos dados relativos aos diferentes CEOs), que sejam CEOs apenas de uma divisão de um grupo empresarial (Group CEO) ou que desempenhem outras funções em simultâneo (e.g. CEOs que sejam também CFOs ou COOs). Nos casos em que surge mais do que um diretor para o cargo de CEO, recorreu-se a

informação *online*, nomeadamente Relatórios e Contas, como forma de identificar o principal CEO (Kato & Long, 2006).

3.2.2. *Variáveis Independentes*

As características dos CEOs a serem analisadas como possíveis determinantes do *turnover* dos mesmos, são: idade, tempo de permanência no cargo, dualidade e género.

Dado que o *turnover* dos CEOs pode ocorrer por diversas situações, seja um *turnover* voluntário ou involuntário (Boeker, 1992; Huang et al., 2014), a forma de avaliar a idade do CEO é um fator que necessita de especial atenção, na medida em que o *turnover* do CEO é um evento natural quando este alcança a idade da reforma (Eriksson et al., 2001; Goyal & Park, 2002). Assim, para contornar os enviesamentos que possam surgir sobre os resultados, a variável relativa à idade do CEO é uma variável categórica com três níveis: 50 anos ou menos; 51 a 59 anos; e 60 anos ou mais (Eriksson et al., 2001). Neste sentido, a variável representativa da permanência do CEO no cargo numa determinada empresa é, igualmente, uma variável categórica com três níveis: 5 anos ou menos; 6 a 9 anos; e 10 anos ou mais (Eriksson et al., 2001).

De forma a avaliar a dualidade do CEO usa-se uma variável binária, em que esta assume o valor 1 se o CEO é igualmente presidente do conselho de administração e 0, caso contrário (Finkelstein & D'Aveni, 1994). Relativamente ao género do CEO, também esta é uma variável binária que assume o valor 1 se o CEO for mulher e 0, se for homem (Fiordelisi & Ricci, 2014).

3.2.3. *Variáveis de Controlo*

Dado que o *turnover* dos CEOs é influenciado por diversos fatores, nomeadamente pelos diversos mecanismos de CG (Eriksson et al., 2001), é importante considerar algumas variáveis de controlo.

A dimensão do conselho de administração é um fator influenciador do desempenho organizacional, na medida em que quanto maior o número de diretores no conselho, mais difícil será alcançar o consenso entre todos e controlar as decisões irracionais que surjam por parte da gestão (Fredrickson et al., 1988; Jensen, 1993), assim como mais ineficaz será o conselho em mitigar os conflitos de agência (Mohamed et al., 2012). Assim, a dimensão do conselho de administração afeta a relação existente entre o desempenho organizacional e o *turnover* dos CEOs (Anderson & Chun, 2014; Homroy, 2015), mais propriamente, a probabilidade de *turnover* aumenta na presença de um conselho de administração de dimensão mais reduzida (Nguyen, 2011).

As medidas de CG para promover a independência dos conselhos de administração (Duchin et al., 2010; Linck et al., 2008; Terjesen et al., 2015) devem-se ao facto de estes apresentarem fortes capacidades de monitorização sobre a gestão (Bhagat & Black, 1998), o que lhes permite moderar o otimismo dos gestores e promover uma maior racionalidade nas tomadas de decisões (Mohamed et al., 2012), assim como, oferecer novas perspetivas à empresa (Beecher-Monas, 2007). No entanto, Pi & Lowe (2011) colocam em causa a capacidade de monitorização dos diretores independentes sobre os CEOs, nomeadamente pela falta de formação e conhecimentos específicos para desempenhar essa função eficazmente. Assim, Pi & Lowe (2011) defendem um aumento do poder do CEO na presença de diretores independentes na administração e, consequentemente, uma redução na probabilidade de *turnover*.

No que respeita às características organizacionais, a dimensão da empresa tem influência na composição do conselho de administração (Linck et al., 2008), o que terá impacto nas decisões de *turnover*. Vários estudos apresentam uma forte relação entre empresas de maior dimensão e maior probabilidade de *turnover* dos CEOs (Eriksson et al., 2001; Farrell & Whidbee, 2003; Fiordelisi & Ricci, 2014; Fredrickson et al., 1988).

Um fraco desempenho financeiro da empresa é uma das principais causas do *turnover* dos CEOs (e.g. Allgood & Farrell, 2000; Homroy, 2015; Pi & Lowe, 2011; Shen & Cannella, 2002), dado que o CEO é visto, com frequência, como o responsável pelo desempenho organizacional (Farrell & Whidbee, 2003).

Uma CG eficaz está associada a um maior crescimento económico, nomeadamente a países com mercados financeiros mais desenvolvidos (Gugler, Mueller & Yurtoglu, 2003), o que revela a importância do PIB *per capita* dos diferentes países como forma de medir o seu nível de desenvolvimento.

Dado que a CG é tanto mais eficaz quanto mais forte for a aplicação da lei num determinado país (Defond & Hung, 2004), a probabilidade de *turnover* é maior em países com forte aplicação da lei, nomeadamente como resposta a um fraco desempenho organizacional (Defond & Hung, 2004). Deste modo, consideram-se como medidas da qualidade de *governance* dos diferentes países os indicadores estabelecidos no projeto *Worldwide Governance Indicators* (Kaufmann, Kraay & Mastruzzi, 2011). Os seis indicadores referidos para esse efeito são: Voz e Responsabilidade, Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo, Eficácia Governamental, Qualidade Regulamentar, Estado de Direito e Controlo da Corrupção (Kaufmann et al., 2011).

Em suma, as variáveis de controlo a considerar em termos de CG são: dimensão do conselho de administração e proporção de diretores independentes no conselho. No

que respeita às características das empresas, tem-se a dimensão da empresa e o seu desempenho financeiro. Finalmente, inclui-se o PIB *per capita* e os indicadores de *governance* para controlar o impacto proveniente dos diferentes países.

A descrição completa das variáveis que compõem o estudo surge no Anexo 4.

3.2.4. *Análise Descritiva*

As Tabelas 1 e 2 apresentam a análise descritiva da amostra. De acordo com a Tabela 1 verifica-se que, das 10.010 observações totais que compõem a amostra, 1.027 mostram a ocorrência de *turnover* dos CEOs (10,26%). Os CEOs que constituem a amostra têm uma idade média de 53 anos, variando a idade entre os 26 e 86 anos (Tabela 2). Ao analisar os resultados por classe etária na Tabela 1 verifica-se que cerca de 40% das observações correspondem a CEOs com idade igual ou inferior a 50 anos, 40% a CEOs com idade compreendida entre 51 e 59 anos, e 20% com idade igual ou superior a 60 anos. No que respeita à permanência no cargo de CEO numa determinada empresa, apesar desta se apresentar bastante dispersa (mínimo e máximo variam de 0 e 49 anos), a média ascende a 5 anos (Tabela 2). Tendo em conta os resultados por classes, apresentados na Tabela 1, verifica-se que cerca de 64% das observações correspondem a CEOs com durações no cargo iguais ou inferiores a 5 anos, 19% com uma duração entre 6 e 9 anos, e 17% igual ou superior a 10 anos. Relativamente à dualidade do CEO, 55% das observações correspondem a CEOs que desempenham simultaneamente o papel de presidente do conselho de administração (Tabela 1). Finalmente, é de grande importância salientar que de um total de 9.976 observações referentes ao género, apenas 181 correspondem a CEOs do sexo feminino (1,81%), mais precisamente, de um total de 2.508 CEOs em análise, apenas 51 são mulheres (2,03%).

Tabela 1 – Tabela de frequências

Variável		Observações	%
<i>TCEO</i>	Sim	1.027	10,26
	Não	8.983	89,74
	Total	10.010	100
<i>IDADE</i>	<i>IDADE</i> ₁	3.776	40,16
	<i>IDADE</i> ₂	3.782	40,22
	<i>IDADE</i> ₃	1.845	19,62
	Total	9.403	100
<i>PERM</i>	<i>PERM</i> ₁	6.377	63,78
	<i>PERM</i> ₂	1.884	18,84
	<i>PERM</i> ₃	1.737	17,37
	Total	9.998	100
<i>DUAL</i>	Sim	5.494	54,89
	Não	4.516	45,11
	Total	10.010	100
<i>GEN</i>	Mulher	181	1,81
	Homem	9.795	98,19
	Total	9.976	100

Variáveis: *TCEO Dummy*, assume o valor 1 se o CEO deixa de exercer esse cargo e 0, caso contrário; *IDADE*₁ *Dummy*, assume o valor 1 se a idade do CEO for igual ou inferior a 50 anos e 0, caso contrário; *IDADE*₂ *Dummy*, assume o valor 1 se a idade do CEO estiver entre 51 e 59 anos e 0, caso contrário; *IDADE*₃ *Dummy*, assume o valor 1 se a idade do CEO for igual ou superior a 60 anos e 0, caso contrário; *PERM*₁ *Dummy*, assume o valor 1 se a duração no cargo de CEO for igual ou inferior a 5 anos e 0, caso contrário; *PERM*₂ *Dummy*, assume o valor 1 se a duração no cargo de CEO estiver entre 6 e 9 anos e 0, caso contrário; *PERM*₃ *Dummy*, assume o valor 1 se a duração no cargo de CEO for igual ou superior a 10 anos e 0, caso contrário; *DUAL Dummy*, assume o valor 1 se o CEO é igualmente presidente do conselho de administração e 0, caso contrário; *GEN Dummy*, assume o valor 1 se o CEO for mulher e 0, caso contrário.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas

Variável	Observações	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<i>IDADE</i>	9.403	52,71	53,00	7,89	26,00	86,00
<i>PERM</i>	9.998	5,39	3,60	5,89	0,00	48,90
<i>DCONS</i>	10.010	10,76	10,00	4,84	2,00	37,00
<i>IND</i>	10.010	36,04	37,50	26,07	0,00	95,00
<i>DEMP</i>	7.344	14,12	14,07	2,28	6,77	21,50
<i>ROA</i>	7.340	0,01	0,03	0,25	-7,29	4,87
<i>PIB</i>	9.572	3,39	3,40	0,29	1,19	4,39
<i>GOV</i>	9.773	7,91	8,59	2,56	-4,45	11,91

Variáveis: *IDADE* idade do CEO em anos; *PERM* número de anos de permanência do CEO nesse cargo, numa determinada empresa; *DCONS* número total de diretores no conselho de administração; *IND* percentagem de diretores independentes no conselho de administração; *DEMP* logaritmo natural do ativo total; *ROA* quociente entre o resultado líquido da empresa e o total do ativo; *PIB* logaritmo natural do PIB *per capita*; *GOV* valor agregado dos seis indicadores WGI.

3.3. Metodologia e Modelo Empírico

De forma a identificar os determinantes do *turnover* dos CEOs, foram efetuadas regressões logísticas¹ cuja variável dependente é binária (Fiordelisi & Ricci, 2014; Goyal & Park, 2002), tendo sido desenvolvidas a partir do seguinte modelo base:

$$TCEO_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IDADE_{j,i,t} + \beta_2 PERM_{j,i,t} + \beta_3 DUAL_{i,t} + \beta_4 GEN_{i,t} + \beta_5 DCONS_{i,t} + \beta_6 IND_{i,t} + \beta_7 DEMP_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 PIB_{i,t} + \beta_{10} GOV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

onde o índice j corresponde às modalidades das variáveis categóricas (j=1, 2 e 3), o índice i corresponde a cada uma das empresas (i=1,...,1.552) e o índice t ao ano de análise (t=2000,...,2012).

Relativamente aos parâmetros do modelo, os $\beta_{(s)}$ correspondem aos coeficientes de estimação associados às respetivas variáveis explicativas, e ε equivale ao resíduo.

Dado que o estudo tem por base o período amostral compreendido entre os anos 2000 e 2012, a análise às regressões foi efetuada com dados de painel não balanceado.

Os testes que compõem o estudo foram realizados a partir dos programas estatísticos STATA e SPSS.

4. TESTES EMPÍRICOS E RESULTADOS

4.1. Matriz de Correlação

De acordo com a matriz de correlação apresentada na Tabela 3, verifica-se que a variável $IDADE_1$ está negativamente correlacionada com o *turnover* dos CEOs, enquanto que a variável $IDADE_3$ encontra-se positivamente correlacionada com a

¹ Todas as regressões que constituem o presente estudo foram calculadas a partir da opção *xtlogit* do STATA. A opção *logit* obtém os coeficientes estimados do modelo, que correspondem ao logaritmo natural dos *odd ratios* (estes podem ser obtidos através da opção *logistic*). Dado que $\ln(\text{odds})$ é linear relativamente às variáveis explicativas, é cumprido o pressuposto da linearidade das variáveis explicativas contínuas inerente aos modelos logísticos (Afifi & Clark, 1984). A opção *xt* é utilizada dado que se trata de dados de painel.

Tabela 3 – Matriz de correlação de Pearson

Variável	<i>TCEO</i>	<i>IDADE</i> ₁	<i>IDADE</i> ₂	<i>IDADE</i> ₃	<i>PERM</i> ₁	<i>PERM</i> ₂	<i>PERM</i> ₃	<i>DUAL</i>	<i>GEN</i>	<i>DCONS</i>	<i>IND</i>	<i>DEMP</i>	<i>ROA</i>	<i>PIB</i>	<i>GOV</i>
<i>TCEO</i>	1														
<i>IDADE</i> ₁	-0,062***	1													
<i>IDADE</i> ₂	-0,015	-0,672***	1												
<i>IDADE</i> ₃	0,094***	-0,405***	-0,405***	1											
<i>PERM</i> ₁	0,031***	0,167***	-0,035***	-0,163***	1										
<i>PERM</i> ₂	-0,011	-0,052***	0,037***	0,018*	-0,640***	1									
<i>PERM</i> ₃	-0,027***	-0,158***	0,006	0,187***	-0,609***	-0,221***	1								
<i>DUAL</i>	-0,019*	-0,131***	0,002	0,159***	-0,100***	0,027***	0,100***	1							
<i>GEN</i>	0,011	0,086***	-0,046***	-0,050***	0,023**	-0,000	-0,029***	-0,022**	1						
<i>DCONS</i>	0,053***	-0,170***	0,118***	0,065***	0,075***	-0,020**	-0,075***	0,097***	-0,039***	1					
<i>IND</i>	-0,028***	-0,064***	0,056***	0,010	-0,007	0,040***	-0,033***	-0,114***	0,035***	-0,079***	1				
<i>DEMP</i>	0,026**	-0,258***	0,166***	0,113***	0,047***	0,008	-0,069***	0,096***	-0,034***	0,662***	0,209***	1			
<i>ROA</i>	-0,055***	-0,042***	0,019	0,028**	-0,051***	0,027**	0,037***	0,004	0,009	0,077***	0,023**	0,173***	1		
<i>PIB</i>	-0,037***	0,020*	0,028***	-0,059***	-0,041***	0,018*	0,033***	-0,161***	-0,007	-0,201***	0,190***	-0,158***	-0,002	1	
<i>GOV</i>	-0,0304***	0,007	0,071***	-0,096***	-0,036***	0,023**	0,021**	-0,179***	-0,000	-0,137***	0,042***	-0,194***	-0,009	0,677***	1

Nota: *, ** e *** indicam a significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Variáveis: *TCEO Dummy*, assume o valor 1 se o CEO deixa de exercer esse cargo e 0, caso contrário; *IDADE*₁ *Dummy*, assume o valor 1 se a idade do CEO for igual ou inferior a 50 anos e 0, caso contrário; *IDADE*₂ *Dummy*, assume o valor 1 se a idade do CEO estiver entre 51 e 59 anos e 0, caso contrário; *IDADE*₃ *Dummy*, assume o valor 1 se a idade do CEO for igual ou superior a 60 anos e 0, caso contrário; *PERM*₁ *Dummy*, assume o valor 1 se a duração no cargo de CEO for igual ou inferior a 5 anos e 0, caso contrário; *PERM*₂ *Dummy*, assume o valor 1 se a duração no cargo de CEO estiver entre 6 e 9 anos e 0, caso contrário; *PERM*₃ *Dummy*, assume o valor 1 se a duração no cargo de CEO for igual ou superior a 10 anos e 0, caso contrário; *DUAL Dummy*, assume o valor 1 se o CEO é igualmente presidente do conselho de administração e 0, caso contrário; *GEN Dummy*, assume o valor 1 se o CEO for mulher e 0, caso contrário; *DCONS* número total de diretores no conselho de administração; *IND* percentagem de diretores independentes no conselho de administração; *DEMP* logaritmo natural do ativo total; *ROA* quociente entre o resultado líquido da empresa e o total do ativo; *PIB* logaritmo natural do PIB *per capita*; *GOV* valor agregado dos seis indicadores WGI.

variável dependente, ambas ao nível de significância estatística de 1%. No que se refere à permanência do CEO no cargo, verifica-se que a variável $PERM_1$ está positivamente correlacionada com o *turnover* dos CEOs, enquanto que a variável $PERM_3$ apresenta uma correlação negativa, ambas ao nível de significância estatística de 1%. A variável $DUAL$, ao nível de significância estatística de 10%, apresenta igualmente uma correlação negativa com o *turnover* dos CEOs.

4.2. Teste *t-Student*

A Tabela 4 apresenta os resultados dos testes de igualdade de médias² entre eventos com ou sem *turnover*. Esses resultados sugerem que, em termos médios, e ao nível de significância estatística de 1%, os CEOs sujeitos a *turnover* tendem a ser mais velhos e a permanecer menos tempo no cargo. Já ao nível de significância estatística de 10%, verifica-se que os CEOs que desempenham simultaneamente o papel de presidente do conselho de administração estão menos suscetíveis a *turnover*.

Tabela 4 – Teste à igualdade de médias entre eventos com ou sem *turnover*

Variável	Média		Valor t
	Com <i>turnover</i>	Sem <i>turnover</i>	
$IDADE_1$	0,31	0,41	6,273***
$IDADE_2$	0,38	0,40	1,414
$IDADE_3$	0,31	0,18	-7,947***
$PERM_1$	0,68	0,63	-3,166***
$PERM_2$	0,18	0,19	1,168
$PERM_3$	0,14	0,18	2,926***
$DUAL$	0,52	0,55	1,890*
GEN	0,02	0,02	-0,999

Nota: * e *** indicam a significância estatística ao nível de 10% e 1%, respetivamente.

Variáveis: $IDADE_1$ *Dummy*, assume o valor 1 se a idade do CEO for igual ou inferior a 50 anos e 0, caso contrário; $IDADE_2$ *Dummy*, assume o valor 1 se a idade do CEO estiver entre 51 e 59 anos e 0, caso contrário; $IDADE_3$ *Dummy*, assume o valor 1 se a idade do CEO for igual ou superior a 60 anos e 0, caso contrário; $PERM_1$ *Dummy*, assume o valor 1 se a duração no cargo de CEO for igual ou inferior a 5 anos e 0, caso contrário; $PERM_2$ *Dummy*, assume o valor 1 se a duração no cargo de CEO estiver entre 6 e 9 anos e 0, caso contrário; $PERM_3$ *Dummy*, assume o valor 1 se a duração no cargo de CEO for igual ou superior a 10 anos e 0, caso contrário; $DUAL$ *Dummy*, assume o valor 1 se o CEO é igualmente presidente do conselho de administração e 0, caso contrário; GEN *Dummy*, assume o valor 1 se o CEO for mulher e 0, caso contrário.

² Para a realização dos testes *t-Student* que constituem o estudo, efetuaram-se previamente testes de *Levene* de forma a avaliar a homogeneidade das variâncias.

4.3. Modelos de Regressão Logística

A Tabela 5 apresenta os resultados dos modelos de regressão logística. Ao analisar os diferentes modelos conclui-se que, em todos eles, e conforme os resultados obtidos anteriormente – matriz de correlação e teste *t-student* – as variáveis *IDADE*, *PERM*³ e *DUAL* são relevantes para explicar o *turnover* dos CEOs, enquanto que a variável *GEN* apenas se apresenta significativa em alguns dos modelos apresentados.

Os Modelos 2, 3 e 4 respeitam a regressões em que as variáveis de controlo foram incluídas separadamente por categorias, isto é, variáveis relativas à CG (Modelo 2), às características da empresa (Modelo 3) e, posteriormente, às características dos países (Modelo 4). Estes modelos permitem verificar que são as variáveis relacionadas com a CG e, sobretudo, com as características das empresas que induzem a relevância da variável *GEN* na explicação do *turnover* dos CEOs.

Para efeitos do presente estudo deve ser feita uma análise mais detalhada ao modelo base (subsecção 3.3) – Modelo 5 – dado que é este que reúne todas as variáveis evidenciadas pela anterior literatura. A regressão referente a este modelo revela um coeficiente positivo e estatisticamente significativo para as variáveis *IDADE*₂ e *IDADE*₃, ambas ao nível de 1%. Já as variáveis *PERM*₃ e *DUAL* apresentam um coeficiente negativo e estatisticamente significativo ao nível de 5% e 1%, respetivamente. É de salientar a significância estatística, ao nível de 10%, da variável *GEN*, que apresenta um coeficiente positivo.

³ Quando se trata de uma variável categórica devem ser definidas tantas variáveis binárias quanto o número de categorias menos uma. A categoria omissa é definida como acontecimento de referência, isto é, serve como ponto de comparação para as restantes variáveis (Murteira, Ribeiro, Silva & Pimenta, 2007). Neste sentido, no que respeita às variáveis *IDADE* e *PERM*, foram definidas como categorias de referência a *IDADE*₁ e *PERM*₁, respetivamente.

Tabela 5 – Resultados dos modelos de regressão logística

Variável	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
<i>IDADE₂</i>	0,2911*** (3,4754)	0,2592*** (3,0664)	0,2807*** (2,7570)	0,3226*** (3,7171)	0,3183*** (2,9797)	0,3618*** (3,3440)
<i>IDADE₃</i>	0,9628*** (10,0204)	0,9319*** (9,9108)	0,9327*** (8,0791)	1,0075*** (10,1367)	1,0079*** (8,5789)	1,0606*** (8,8278)
<i>PERM₂</i>	-0,1590* (-1,6610)	-0,1364 (-1,4843)	-0,0816 (-0,7325)	-0,1335 (-1,3746)	-0,0111 (-0,1006)	0,0086 (0,0772)
<i>PERM₃</i>	-0,4139*** (-3,8718)	-0,3954*** (-3,8734)	-0,3232*** (-2,5809)	-0,4049*** (-3,7362)	-0,2944** (-2,3460)	-0,2452* (-1,9029)
<i>DUAL</i>	-0,2091*** (-2,9269)	-0,2636*** (-3,6785)	-0,2977*** (-3,5153)	-0,2342*** (-3,1477)	-0,3414*** (-3,8376)	-0,2225** (-2,1241)
<i>GEN</i>	0,3923 (1,5967)	0,4603* (1,8878)	0,5520** (2,0069)	0,3949 (1,5311)	0,5543* (1,8878)	0,5191* (1,7328)
<i>DCONS</i>		0,0276*** (4,0576)			0,0338*** (2,8372)	0,0310** (2,3440)
<i>IND</i>		-0,0044*** (-3,2389)			-0,0046** (-2,5165)	-0,0049** (-2,2975)
<i>DEMP</i>			0,0313* (1,6588)		-0,0043 (-0,1597)	0,0077 (0,2547)
<i>ROA</i>			-0,5338*** (-4,4150)		-0,8179*** (-4,7146)	-0,7589*** (-4,1993)
<i>PIB</i>				-0,4587*** (-2,7985)	-0,3161 (-1,5619)	0,0264 (0,0275)
<i>GOV</i>				0,0131 (0,6230)	0,0176 (0,6367)	0,0313 (0,2737)
<i>Dummies</i>	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
Constante	-2,3423*** (-28,5594)	-2,4448*** (-21,5617)	-2,7842*** (-10,3672)	-0,9145** (-1,9620)	-1,5749** (-2,4112)	-3,9401 (-1,2486)
<i>Wald χ^2</i>	115,15	147,34	100,88	129,72	135,19	184,89
Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Observações	9.357	9.357	6.838	8.936	6.454	6.454

Nota: *, ** e *** indicam a significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Os valores entre parênteses referem-se à estatística z.

Variáveis: *TCEO Dummy*, assume o valor 1 se o CEO deixa de exercer esse cargo e 0, caso contrário; *IDADE₁ Dummy*, assume o valor 1 se a idade do CEO for igual ou inferior a 50 anos e 0, caso contrário; *IDADE₂ Dummy*, assume o valor 1 se a idade do CEO estiver entre 51 e 59 anos e 0, caso contrário; *IDADE₃ Dummy*, assume o valor 1 se a idade do CEO for igual ou superior a 60 anos e 0, caso contrário; *PERM₁ Dummy*, assume o valor 1 se a duração no cargo de CEO for igual ou inferior a 5 anos e 0, caso contrário; *PERM₂ Dummy*, assume o valor 1 se a duração no cargo de CEO estiver entre 6 e 9 anos e 0, caso contrário; *PERM₃ Dummy*, assume o valor 1 se a duração no cargo de CEO for igual ou superior a 10 anos e 0, caso contrário; *DUAL Dummy*, assume o valor 1 se o CEO é igualmente presidente do conselho de administração e 0, caso contrário; *GEN Dummy*, assume o valor 1 se o CEO for mulher e 0, caso contrário; *DCONS* número total de diretores no conselho de administração; *IND* percentagem de diretores independentes no conselho de administração; *DEMP* logaritmo natural do ativo total; *ROA* quociente entre o resultado líquido da empresa e o total do ativo; *PIB* logaritmo natural do PIB *per capita*; *GOV* valor agregado dos seis indicadores WGI.

Contudo, segundo Afifi & Clark (1984), os resultados das regressões logísticas devem ser interpretados através dos *odd ratios*, que se obtêm através da exponencial dos coeficientes das variáveis explicativas. Assim, conclui-se que o *odd ratio* do *turnover* dos CEOs é 37,48%⁴ superior para os CEOs com idade compreendida entre os 51 e os 59 anos, quando comparado com os CEOs com idade igual ou inferior a 50 anos, e que o *odd ratio* do *turnover* para os CEOs com idade igual ou superior a 60 anos é cerca de duas vezes superior⁵ ao *odd ratio* do *turnover* para CEOs com idade igual ou inferior a 50 anos. Isto é, à semelhança dos estudos referidos na revisão da literatura, o aumento da idade dos CEOs reflete-se na sua maior propensão ao *turnover*, corroborando a Hipótese 1. No que respeita à permanência do CEO no cargo é possível concluir que, o *odd ratio* do *turnover* dos CEOs com mandatos iguais ou superiores a 10 anos diminui em cerca de 26%⁶, quando comparado com o *odd ratio* do *turnover* dos CEOs com mandatos iguais ou inferiores a 5 anos. Tal indica que o *turnover* tende a ocorrer com maior frequência para os CEOs que apresentam uma permanência relativamente curta nesse cargo, o que é consistente com a Hipótese 2. Relativamente à dualidade do CEO, verifica-se que o *odd ratio* do *turnover* dos CEOs que são simultaneamente presidentes do conselho de administração diminui em cerca de 29%⁷ quando comparado com o *odd ratio* dos CEOs que não o são. Por outras palavras, os CEOs que não desempenham simultaneamente o cargo de presidente do conselho de administração estão mais suscetíveis às decisões de *turnover*, verificando-se, assim, a Hipótese 3. Finalmente, de salientar o resultado obtido para a variável *GEN* dado que o *odd ratio* do *turnover* dos

⁴ $e^{0,3183} = 1,3748$

⁵ $e^{1,0079} = 2,7398$

⁶ $e^{-0,2944} = 0,7450$

⁷ $e^{-0,3414} = 0,7108$

CEOs femininos é 74,07%⁸ superior ao *odd ratio* do *turnover* dos CEOs masculinos. Este resultado sugere que existe discriminação de género nos cargos de CEO nas empresas europeias, sendo que são os homens que apresentam menor predisposição ao *turnover*, corroborando a Hipótese 4.

Adicionalmente, a partir do Modelo 5 verifica-se que a variável *DCONS* apresenta um coeficiente positivo, ao nível de significância estatística de 1%. Contudo, este resultado é contraditório à relação negativa entre a dimensão do conselho de administração e o *turnover* dos CEOs evidenciada por Nguyen (2011). Por outro lado, as variáveis *IND* e *ROA* apresentam coeficientes negativos, ao nível de significância estatística de 5% e 1%, respetivamente. Ou seja, verifica-se que a proporção de diretores independentes no conselho de administração e o desempenho financeiro da empresa têm impacto negativo sobre o *turnover* dos CEOs, tal como evidenciado por Pi & Lowe (2011) e Homroy (2015), respetivamente.

Na Tabela 5 consta, ainda, o Modelo 6 onde ao modelo base foram adicionadas variáveis *dummies* que permitem fazer um controlo por ano de análise, por país de sede das empresas e por setor de atividade económica. No entanto, deste modelo não surgem diferenças comparativamente ao modelo base.

4.4. Testes de Robustez

De modo a complementar o estudo, foram efetuados diversos testes de robustez. Em primeiro lugar, foi avaliada a existência de problemas de multicolinearidade que pudessem interferir com os resultados. Através do cálculo dos *Variance Inflation Factors* (VIFs) (Anexo 5) verifica-se ausência de problemas de multicolinearidade,

⁸ $e^{0,5543} = 1,7407$

dado que os valores obtidos se encontram todos bastante inferiores a 10 (Park, Kim, & Sung, 2014). De realçar, ainda, que em todos os modelos que constituem o presente estudo é rejeitada a hipótese de nulidade conjunta dos coeficientes (valor- $p=0$), pelo que os modelos propostos são estatisticamente significativos (Murteira et al., 2007).

Em segundo lugar, foram realizadas diferentes regressões a partir do modelo base (consultar Anexo 6). A primeira utiliza uma medida alternativa da variável *DEMP* (Modelo 7). Isto é, no modelo base foi substituído o logaritmo natural do ativo total da empresa pelo logaritmo natural das vendas anuais da empresa (Goyal & Park, 2002; Shen et al., 2010). Neste caso, os resultados mantiveram-se consistentes com os obtidos através do modelo base.

Apesar de, através do Modelo 6 (Tabela 5), não se ter verificado significância estatística para nenhum ano em específico, foi criado o Modelo 8 (Anexo 6) com a finalidade de analisar se a crise económica de 2008, cujos efeitos se prolongaram até 2012 (Braun, 2013), teve efeito sobre o *turnover* dos CEOs. Para tal, foi adicionada ao modelo base uma variável binária que assume o valor 1 quando o ano de análise está compreendido entre os anos 2008 e 2012 e 0, caso contrário. Neste caso, a variável *PIB* apresenta um coeficiente negativo e estatisticamente significativo, ao nível de 10%, evidenciando que o *turnover* tende a ocorrer com menor frequência em períodos em que o PIB *per capita* é superior.

Dada a importância da presença de mulheres nos conselhos de administração como fator influenciador do *turnover* dos CEOs (Adams & Ferreira, 2009), também no modelo base foi substituída a variável *GEN* por uma variável representativa da proporção de diretores femininos nos conselhos de administração (Modelo 9 do Anexo 6). Contudo, também neste caso os resultados são em tudo semelhantes aos obtidos

através do modelo base, e não foi reportada significância estatística para a variável adicionada.

A robustez inerente aos resultados apurados nos diversos testes realizados no estudo proporcionam uma maior firmeza e confiança sobre esses resultados obtidos, assim como, uma forte segurança na interpretação dos mesmos.

4.5. Testes Adicionais

De forma a completar o estudo, foram efetuados testes *t-Student* com o intuito de analisar as eventuais diferenças existentes entre CEOs masculinos e CEOs femininos nas empresas cotadas europeias (Tabela 6), assim como, entre empresas financeiras e empresas não financeiras (Tabela 7), no que concerne às variáveis de interesse.

Ao analisar a Tabela 6, verifica-se que todas as variáveis em análise são estatisticamente diferentes, em termos médios, entre CEOs femininos e CEOs masculinos. Por outras palavras, em média, os CEOs femininos das empresas cotadas europeias, comparativamente aos CEOs masculinos, tendem a ser mais jovens e a permanecer menos anos no cargo. Conclui-se, também, que é menos frequente os CEOs femininos serem simultaneamente presidentes do conselho de administração, corroborando o estudo de Adams & Ferreira (2009) que afirma que as mulheres tendem a desempenhar essencialmente funções de monitorização, sendo a sua presença em cargos executivos ainda muito pouco representativa.

Tabela 6 - Teste à igualdade de médias entre CEOs femininos e masculinos

Variável	Média		Valor t
	CEOs masculinos	CEOs femininos	
<i>IDADE</i> ₁	0,40	0,72	-9,061***
<i>IDADE</i> ₂	0,41	0,23	5,101***
<i>IDADE</i> ₃	0,20	0,05	8,773***
<i>PERM</i> ₁	0,64	0,72	-2,445**
<i>PERM</i> ₂	0,19	0,19	0,032
<i>PERM</i> ₃	0,18	0,09	3,709***
<i>DUAL</i>	0,55	0,47	2,150**

Nota: ** e *** indicam a significância estatística ao nível de 5% e 1%, respetivamente.

Variáveis: *IDADE*₁ *Dummy*, assume o valor 1 se a idade do CEO for igual ou inferior a 50 anos e 0, caso contrário; *IDADE*₂ *Dummy*, assume o valor 1 se a idade do CEO estiver entre 51 e 59 anos e 0, caso contrário; *IDADE*₃ *Dummy*, assume o valor 1 se a idade do CEO for igual ou superior a 60 anos e 0, caso contrário; *PERM*₁ *Dummy*, assume o valor 1 se a duração no cargo de CEO for igual ou inferior a 5 anos e 0, caso contrário; *PERM*₂ *Dummy*, assume o valor 1 se a duração no cargo de CEO estiver entre 6 e 9 anos e 0, caso contrário; *PERM*₃ *Dummy*, assume o valor 1 se a duração no cargo de CEO for igual ou superior a 10 anos e 0, caso contrário; *DUAL* *Dummy*, assume o valor 1 se o CEO é igualmente presidente do conselho de administração e 0, caso contrário; *GEN* *Dummy*, assume o valor 1 se o CEO for mulher e 0, caso contrário.

Conforme a Tabela 7, todas as variáveis em análise, à exceção da variável *IDADE*, apresentam médias estatisticamente diferentes, ao nível de 1%, entre empresas financeiras e não financeiras. Assim, de modo a avaliar o impacto destes dois tipos de empresas que compõem a amostra sobre os resultados, procedeu-se à realização de uma nova regressão ao incluir uma variável binária que assume o valor 1 se a empresa pertence ao setor financeiro e 0, caso contrário. Ao consultar o Modelo 10 do Anexo 6, verifica-se que os resultados são consistentes com os do modelo base, concluindo-se que as diferenças de médias não são significativas ao ponto de causar enviesamento nos resultados apurados, por se tratar de empresas financeiras ou não financeiras.

A diferença subjacente à variável *TCEO* indicia que nas empresas financeiras tende a ocorrer mais situações de *turnover* comparativamente às empresas não financeiras.

Tabela 7 -Teste à igualdade de médias entre empresas financeiras e não financeiras

Variável	Média		Valor t
	Empresas não Financeiras	Empresas Financeiras	
<i>TCEO</i>	0,10	0,13	-3,270***
<i>IDADE</i> ₁	0,40	0,40	0,320
<i>IDADE</i> ₂	0,40	0,42	-1,277
<i>IDADE</i> ₃	0,20	0,19	1,211
<i>PERM</i> ₁	0,63	0,70	-6,155***
<i>PERM</i> ₂	0,19	0,18	0,854
<i>PERM</i> ₃	0,18	0,12	7,550***
<i>DUAL</i>	0,57	0,46	7,794***
<i>GEN</i>	0,02	0,03	-3,301***

Nota: *** indica a significância estatística ao nível de 1%.

Variáveis: *TCEO Dummy*, assume o valor 1 se o CEO deixa de exercer esse cargo e 0, caso contrário; *IDADE*₁ *Dummy*, assume o valor 1 se a idade do CEO for igual ou inferior a 50 anos e 0, caso contrário; *IDADE*₂ *Dummy*, assume o valor 1 se a idade do CEO estiver entre 51 e 59 anos e 0, caso contrário; *IDADE*₃ *Dummy*, assume o valor 1 se a idade do CEO for igual ou superior a 60 anos e 0, caso contrário; *PERM*₁ *Dummy*, assume o valor 1 se a duração no cargo de CEO for igual ou inferior a 5 anos e 0, caso contrário; *PERM*₂ *Dummy*, assume o valor 1 se a duração no cargo de CEO estiver entre 6 e 9 anos e 0, caso contrário; *PERM*₃ *Dummy*, assume o valor 1 se a duração no cargo de CEO for igual ou superior a 10 anos e 0, caso contrário; *DUAL Dummy*, assume o valor 1 se o CEO é igualmente presidente do conselho de administração e 0, caso contrário; *GEN Dummy*, assume o valor 1 se o CEO for mulher e 0, caso contrário.

5. CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E PISTAS DE INVESTIGAÇÃO FUTURA

5.1. Principais Conclusões

O *turnover* dos CEOs tem sido alvo de investigação em diversos estudos dada a grande importância que desempenha sobre a eficácia da *governance* numa empresa (Fiordelisi & Ricci, 2014). Deste modo, este estudo avalia o efeito das características individuais dos CEOs sobre o seu *turnover*, sobretudo no que respeita ao género do CEO, dada a elevada escassez de investigação nesta matéria (Adams & Ferreira, 2009).

O estudo permite clarificar que, para além do fraco desempenho financeiro das empresas evidenciado como a causa dominante do *turnover* por diversos autores (e.g. Hazarika et al., 2012; Homroy, 2015; Pi & Lowe, 2011), existem outros fatores que merecem igual atenção como determinantes decisivos do *turnover* dos CEOs, nomeadamente, as suas características particulares, sejam pessoais ou relativas à sua posição empresarial. Mais especificamente, o estudo conclui que CEOs mais velhos,

com menor permanência no cargo, que não sejam igualmente presidentes do conselho de administração e os CEOS femininos, estão mais propensos à ocorrência de *turnover*.

A propensão ao *turnover* aumenta com a idade do CEO por duas razões principais: saída voluntária, quando se aproxima a idade da reforma (Wei et al., 2014), ou demissão, devido à excessiva racionalidade imposta na tomada de decisão, que tende a impactar o valor da empresa (Mohamed et al., 2015). No que respeita ao tempo de permanência de um CEO no cargo, a ocorrência de *turnover* tende a reduzir-se com a maior duração do mandato, uma vez que é registado um aumento do poder do CEO conforme os seus valores e objetivos se tornam mais consistentes com os defendidos pelos diretores do conselho de administração (Fredrickson et al., 1988). Também o facto de um CEO desempenhar simultaneamente o cargo de presidente do conselho de administração tende a diminuir a sua propensão ao *turnover*, dado que essa posição privilegiada não só lhe atribui um maior poder dentro da empresa (Cannella & Lubatkin, 1993), como faz com que o CEO se sinta mais motivado e dedicado às suas funções, refletindo-se positivamente no desempenho da empresa (Peni, 2014).

O presente estudo salienta igualmente que, apesar da implementação de medidas de *governance* que procuram aumentar a diversidade de género nos conselhos de administração (Adams & Ferreira, 2009), a presença de mulheres na administração é ainda bastante reduzida quando comparada com a de homens. Para além disso, é possível constatar que os CEOs masculinos das empresas cotadas europeias apresentam condições empresariais mais satisfatórias comparativamente aos CEOs femininos, nomeadamente, apresentam mandatos de maior duração, uma maior tendência para desempenharem simultaneamente o cargo de presidente do conselho de administração e são menos suscetíveis a *turnover*. Assim, tal como evidenciado por Arun et al. (2015),

conclui-se que a desigualdade de género nos cargos administrativos das empresas é um assunto que continua a merecer especial atenção.

5.2. Limitações do Estudo

O presente estudo suportou algumas limitações, nomeadamente a baixa proporção de mulheres na amostra poderá ter interferido nos resultados obtidos relativamente a esta variável, dado que das 1.027 observações relativas à ocorrência de *turnover*, apenas 23 respeitaram ao *turnover* de mulheres. Também o facto dos dados não discriminarem se o *turnover* é ou não voluntário constituiu uma limitação ao desenvolvimento do estudo. Contudo, optou-se por definir determinadas variáveis por classes, como a idade do CEO e a sua permanência no cargo, para evitar o enviesamento dos resultados. Finalmente, a falta de dados disponíveis, sobretudo no que respeita à CG e à riqueza dos CEOs, dificultou a análise ao induzir uma redução na dimensão da amostra e ao não permitir avaliar determinados fatores igualmente importantes.

5.3. Pistas de Investigação Futura

Tendo em consideração as limitações anteriormente mencionadas, seria importante no futuro realizar-se um estudo sobre a mesma temática, mas discriminando o *turnover* voluntário do involuntário, sobretudo no que respeita ao género do CEO, dada a escassez de estudos sobre este tema. Seria, igualmente, importante incluir variáveis de grande relevância para esta matéria, como a posse de ações da empresa por parte do CEO (e.g. Boeker, 1992; Denis et al., 1997) e remuneração dos CEOs (e.g. Fredrickson et al., 1988; Shen et al., 2010).

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2007). A Theory of Friendly Boards. *The Journal of Finance*, 62(1), 217–250.
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291–309.
- Adams, R., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2008). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of Economic Literature*, 48(1), 58–107.
- Afifi, A. A., & Clark, V. (1984). *Computer-aided multivariate analysis*. California: Lifetime Learning Publications Belmont.
- Allgood, S., & Farrell, K. a. (2000). The effect of CEO tenure on the relation between firm performance and turnover. *Journal of Financial Research*, 23(3), 373–390.
- Anderson, G., & Chun, D. (2014). How Much Board Turnover Is Best ? *Harvard Business Review*, 92(4), 26.
- Arun, T. G., Almahrog, Y. E., & Aribi, Z. A. (2015). Female directors and earnings management: Evidence from UK companies. *International Review of Financial Analysis*, 39, 137–146.
- Beecher-Monas, E. (2007). Marrying diversity and independence in the boardroom: just how far have you come, baby? *SSRN eLibrary*.
- Bhagat, S., & Black, B. (1998). Independent Directors. *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 2, 283–287.
- Boeker, W. (1992). Power and Managerial Dismissal: Scapegoating at the Top. *Administrative Science Quarterly*, 37(3), 400–421.
- Braun, B. (2013). Preparedness, Crisis Management and Policy Change: The Euro Area at the Critical Juncture of 2008-2013. *British Journal of Politics and International Relations*, 17(3), 419–441.

- Cannella, A. A., & Lubatkin, M. (1993). Succession as a sociopolitical process: Internal impediments to outsider selection. *Academy of Management Journal*, 36(4), 763–793.
- Cannella, A. A., & Shen, W. (2001). So close and yet so far: Promotion versus exit for CEO heirs apparent. *Academy of Management Journal*, 44(2), 252–270.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate Governance , Board Diversity , and Firm Value. *The Financial Review*, 38(1), 33–53.
- Clayton, M. C., Hartzell, J. C., & Rosenberg, J. (2005). The Impact of CEO Turnover on Equity Volatility. *The Journal of Business*, 78(5), 1779–1808.
- Defond, M. L., & Hung, M. (2004). Investor Protection and Corporate Governance: Evidence from Worldwide CEO Turnover. *Journal of Accounting Research*, 42(2), 269–312.
- Denis, D. J., Denis, D. K., & Sarin, A. (1997). Ownership structure and top executive turnover. *Journal of Financial Economics*, 45(2), 193–221.
- Dikolli, S. S., Mayew, W. J., & Nanda, D. (2014). CEO tenure and the performance-turnover relation. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 281–327.
- Duchin, R., Matsusaka, J. G., & Ozbas, O. (2010). When are outside directors effective? *Journal of Financial Economics*, 96(2), 195–214.
- Eriksson, T., Madsen, E., Dilling-Hansen, M., & Smith, V. (2001). Determinants of CEO and Board Turnover. *Empirica*, 28(3), 243–257.
- Ertugrul, M., & Krishnan, K. (2011). Can CEO dismissals be proactive? *Journal of Corporate Finance*, 17(1), 134–151.
- European Professional Women's Network (2014). Cracking the code. Disponível em: <http://www.kpmg.com/UK/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/PDF/About/Cracking%20the%20code.pdf> [Acesso em: 2016/3/30]

- Farrell, K. A., & Whidbee, D. A. (2003). Impact of firm performance expectations on CEO turnover and replacement decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1), 165–196.
- Fee, C. E., & Hadlock, C. J. (2004). Management turnover across the corporate hierarchy. *Journal of Accounting and Economics*, 37(1), 3–38.
- Finkelstein, S., & D'Aveni, R. A. (1994). Ceo Duality As a Double-Edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command. *Academy of Management Journal*, 37(5), 1079–1108.
- Fiordelisi, F., & Ricci, O. (2014). Corporate culture and CEO turnover. *Journal of Corporate Finance*, 28, 66–82.
- Firth, M., Wong, S. M. L., & Yang, Y. (2014). The double-edged sword of CEO/chairperson duality in corporatized state-owned firms: Evidence from top management turnover in China. *Journal of Management and Governance*, 18(1), 207–244.
- Fredrickson, J. W., Hambrick, D. C., & Baumrin, S. (1988). A Model of CEO Dismissal. *Academy of Management Review*, 13(2), 255–270.
- Goyal, V. K., & Park, C. W. (2002). Board leadership structure and CEO turnover. *Journal of Corporate Finance*, 8(1), 49–66.
- Gugler, K., Mueller, D. C., & Yurtoglu, B. B. (2003). The Impact of Corporate Governance on Investment Returns in Developed and Developing Countries. *The Economic Journal*, 113(491), 511–539.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193–206.
- Hazarika, S., Karpoff, J. M., & Nahata, R. (2012). Internal corporate governance, CEO turnover, and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 104(1), 44–69.

- Herrmann, P., & Datta, D. K. (2005). Relationships between top management team characteristics and international diversification: An empirical investigation. *British Journal of Management*, 16(1), 69–78.
- Homroy, S. (2015). Are CEOs replaced for poor performance? Effects of takeovers and governance on CEO turnover. *Scottish Journal of Political Economy*, 62(2), 149–170.
- Huang, H. W., Parker, R. J., Yan, Y. C., & Lin, Y. H. (2014). CEO Turnover and Audit Pricing. *Accounting Horizons*, 28(2), 297–312.
- Huson, M. R., Parrino, R., & Starks, L. T. (2001). Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover : A Long-Term Perspective. *The Journal of Finance*, 56(6), 2265–2297.
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control-Systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831–880.
- Kaplan, S. N., & Minton, B. A. (2012). How has CEO turnover changed? *International Review of Finance*, 12(1), 57–87.
- Kato, T., & Long, C. (2006). CEO turnover, firm performance, and enterprise reform in China: Evidence from micro data. *Journal of Comparative Economics*, 34(4), 796–817.
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2011). The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues. *Hague Journal on the Rule of Law*, 3(2), 220–246.
- Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 308–328.
- Martin, J. A., & Combs, J. G. (2011). Better Sooner Than Later: What Triggers Early CEO Dismissal? *Academy of Management Perspectives*, 25(2), 82–83.
- Mikkelsen, W. H., & Partch, M. M. (1997). The decline of takeovers and disciplinary managerial turnover. *Journal of Financial Economics*, 44(2), 205–228.

- Mobbs, S., & Raheja, C. G. (2012). Internal managerial promotions: Insider incentives and CEO succession. *Journal of Corporate Finance*, 18(5), 1337–1353.
- Mohamed, E. B., Baccar, A., Fairchild, R., & Bouri, A. (2012). Does corporate governance affect managerial optimism? Evidence from NYSE panel data firms. *International Journal of Euro-Mediterranean Studies*, 5(1), 41–56.
- Mohamed, E. B., Jarboui, S., Baccar, A., & Bouri, A. (2015). On the effect of CEOs' personal characteristics in transport firm value? A stochastic frontier model. *Case Studies on Transport Policy*, 3(2), 176–181.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293–315.
- Murteira, B., Ribeiro, C. S., Silva, J. A. e, & Pimenta, C. (2007). *Introdução à estatística*. Lisboa: Escolar Editora.
- Nguyen, B. D. (2011). Ownership Structure and Board Characteristics as Determinants of CEO Turnover in French-Listed Companies. *Finance*, 32(2), 53–89.
- OCDE. (2004). *Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades*.
- Park, J. H., Kim, C., & Sung, Y. D. (2014). Whom to dismiss? CEO celebrity and management dismissal. *Journal of Business Research*, 67(11), 2346–2355.
- Peni, E. (2014). CEO and Chairperson characteristics and firm performance. *Journal of Management and Governance*, 18(1), 185–205.
- Pfeffer, J. (1985). Organizational Demography: Implications for Management. *California Management Review*, 28(1), 67–81.
- Pi, L., & Lowe, J. (2011). Can a powerful CEO avoid involuntary replacement?—An empirical study from China. *Asia Pacific Journal of Management*, 28(4), 775–805.
- Pintea, M. O., & Fulop, M. T. (2010). Corporate Governance – Key Factor to Enhance Performance. *Managerial Challenges of the Contemporary Society*, 8(2), 116–121.

- Pitcher, P., Chreim, S., & Kisfalvi, V. (2000). Ceo Succession Research: Methodological Bridges Over Troubled Waters. *Strategic Management Journal*, 21, 625–648.
- Pletzer, J. L., Nikolova, R., Kedzior, K. K., & Voelpel, S. C. (2015). Does Gender Matter? Female Representation on Corporate Boards and Firm Financial Performance - A Meta-Mnalysis. *PLoS ONE*, 10(6), 1–20.
- Puffer, S. M., & Weintrop, J. B. (1991). Corporate Performance and CEO Turnover: The Role of Performance Expectations. *Administrative Science Quarterly*, 36, 1–19.
- Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1991). CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, 12(2), 155–160.
- Rijsenbilt, A., & Commandeur, H. (2013). Narcissus Enters the Courtroom: CEO Narcissism and Fraud. *Journal of Business Ethics*, 117(2), 413–429.
- Seco, S. (2015). Qual o efeito da corporate governance na gestão de resultados das empresas europeias cotadas?
Disponível em:
<https://www.iseg.ulisboa.pt/aquila/publico/listThesis.do?method=advancedSearch>
PostBack [Acesso em: 2016/4/20]
- Shen, W., & Cannella, A. A. (2002). Power Dynamics Within Top Management and Their Impacts on CEO Dismissal Followed By Inside Succession. *Academy of Management Journal*, 45(6), 1195–1206.
- Shen, W., Gentry, R. J., & Tosi, H. L. (2010). The impact of pay on CEO turnover: A test of two perspectives. *Journal of Business Research*, 63(7), 729–734.
- Silva, A. S., Vitorino, A., Alves, C. F., Cunha, J. A., & Monteiro, M. A. (2006). *Livro branco sobre corporate governance em Portugal*.
Disponível em:
http://www.ecgi.org/codes/documents/libro_bianco_cgov_pt.pdf [Acesso em: 2016/4/4]

- Taylor, R. N. (1978). Age and Experience as Determinants of Managerial Information Processing and Decision Making Performance. *IEEE Engineering Management Review*, 6(4), 60–67.
- Terjesen, S., Aguilera, R. V., & Lorenz, R. (2015). Legislating a Woman's Seat on the Board: Institutional Factors Driving Gender Quotas for Boards of Directors. *Journal of Business Ethics*, 128(2), 233–251.
- Terjesen, S., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2015). Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity. *Journal of Management and Governance*, 20(1), 1–37.
- Wei, L. Q., Chen, D., Young, M. N., & Wang, X. (2014). Which CEOs Are More Likely to be Fired in China? Demographic Characteristics as an Antecedent. *SAM Advanced Management Journal*, 79(3), 37–50.
- Zajac, E. J., & Westphal, J. D. (1996). Director Reputation, CEO-Board Power, and the Dynamics of Board Interlocks. *Academy of Management Proceedings*, 41(1), 507–529.
- Zona, F. (2016). Agency models in different stages of CEO tenure: The effects of stock options and board independence on R&D investment. *Research Policy*, 45(2), 560–575.

7. ANEXOS

Anexo 1 – Número de CEOs femininos nos conselhos de administração das empresas europeias que compõem a amostra, no ano 2012

Nº de mulheres no conselho de administração	Número de empresas	%	% Acumulada
0	337	30,95	30,95
1	361	33,15	64,10
2	207	19,01	83,10
3	108	9,92	93,02
4	42	3,86	96,88
5	21	1,93	98,81
6	7	0,64	99,45
7	3	0,28	99,72
8	3	0,28	100
Total	1.089	100	

Anexo 2 - Composição da amostra por país

País	Observações	%
Alemanha	1.416	14,15
Áustria	217	2,17
Bélgica	552	5,51
Chipre	53	0,53
Dinamarca	158	1,58
Espanha	590	5,89
Finlândia	72	0,72
França	2.086	20,84
Grécia	275	2,75
<i>Guernsey</i>	96	0,96
Holanda	870	8,69
Irlanda	734	7,33
Itália	749	7,48
<i>Jersey</i>	238	2,38
Luxemburgo	158	1,58
Noruega	101	1,01
Polónia	58	0,58
Portugal	155	1,55
Rússia	85	0,85
Suécia	883	8,82
Suíça	401	4,01
Turquia	63	0,63
Total	10.010	100

Anexo 3 - Composição da amostra por setor

Setor	Observações	%
Consumo cíclico	1.163	11,62
Consumo defensivo	1.608	16,06
Energia	505	5,04
Materiais básicos	584	5,83
Produtos industrializados	2.139	21,37
Serviços de comunicação	968	9,67
Serviços públicos	331	3,38
Tecnologia	962	9,61
Outros	130	1,30
Total (empresas não financeiras)	8.396	83,88
Serviços financeiros	1.614	16,12
Total	10.010	100

Anexo 4 - Descrição das variáveis

Variável	Abreviatura	Descrição	Estudos Anteriores	Fonte
<i>Variável dependente</i>				
<i>Turnover</i> dos CEOs	<i>TCEO</i>	Variável binária que assume o valor 1 caso o CEO deixe de exercer esse cargo numa determinada empresa e 0, caso contrário	Fiordelisi & Ricci (2014); Goyal & Park (2002); Shen et al. (2010)	Calculada Manualmente
<i>Variáveis Independentes - Características dos CEOs</i>				
Idade do CEO	<i>IDADE_j</i>	Variável categórica com três níveis, em que a idade do CEO assume-se como: j=1 inferior ou igual a 50 anos, j=2 compreendida entre 51 e 59 anos, j=3 igual ou superior a 60 anos	Eriksson et al. (2001)	BoardEx
Permanência do CEO no cargo	<i>PERM_j</i>	Variável categórica com três níveis, em que o tempo de permanência do CEO no cargo, numa determinada empresa, assume-se como: j=1 igual ou inferior a 5 anos, j=2 compreendida entre 6 e 9 anos, j=3 igual ou superior a 10 anos	Eriksson et al. (2001)	
Dualidade do CEO	<i>DUAL</i>	Variável binária que assume o valor 1 se o CEO for simultaneamente presidente do conselho de administração e 0, caso contrário	Dikolli et al. (2014); Ertugrul & Krishnan (2010); Fiordelisi & Ricci (2014); Park et al. (2014); Shen et al. (2010); Wei et al. (2014)	
Gênero do CEO	<i>GEN</i>	Variável binária que assume o valor 1 se o CEO for mulher e 0, se for homem	Fiordelisi & Ricci (2014)	

<i>Variáveis de Controlo</i>				
<i>Corporate governance</i>				
Dimensão do conselho de administração	<i>DCONS</i>	Número total de diretores no conselho de administração	Dikolli et al. (2014); Ertugrul & Krishnan (2010)	BoardEx
Independência do conselho de administração	<i>IND</i>	Percentagem de diretores independentes no conselho de administração	Dikolli et al. (2014); Ertugrul & Krishnan (2010); Wei et al. (2014)	
<i>Características da empresa</i>				
Dimensão da empresa	<i>DEMP</i>	Logaritmo natural do ativo total da empresa	Park et al. (2014); Puffer & Weintrop (1991); Wei et al. (2014)	Bloomberg
Desempenho financeiro da empresa	<i>ROA</i>	Quociente entre o resultado líquido da empresa e o total do ativo	Puffer & Weintrop (1991); Fiordelisi & Ricci (2014)	
<i>Características do país</i>				
PIB <i>per capita</i>	<i>PIB</i>	Logaritmo natural do PIB <i>per capita</i> de um determinado país	Seco (2015)	Eurostat
Índice de <i>governance</i>	<i>GOV</i>	Valor agregado dos seis indicadores desenvolvidos no projeto WGI e referidos por Kaufmann et al. (2011), sendo que cada um deles assume as pontuações mínima e máxima de -2.5 e 2.5, respetivamente. Ou seja, o valor agregado varia entre -15 e 15. Quanto maior esta pontuação, maior o nível de <i>governance</i> do país.	Seco (2015)	WGI

Anexo 5 – VIFs das variáveis explicativas

Variável	<i>DEMP</i>	<i>PIB</i>	<i>GOV</i>	<i>DCONS</i>	<i>IDADE₃</i>	<i>IDADE₂</i>	<i>IND</i>	<i>PERM₃</i>	<i>DUAL</i>	<i>PERM₂</i>	<i>ROA</i>	<i>GEN</i>
VIF	2,10	2,08	2,03	1,90	1,40	1,33	1,20	1,16	1,09	1,07	1,04	1,01

Anexo 6 – Resultados das regressões dos testes de robustez e dos testes adicionais

Variável	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10
<i>IDADE</i> ₂	0,3441*** (3,1884)	0,3169*** (2,9657)	0,2886*** (2,7223)	0,3210*** (3,0043)
<i>IDADE</i> ₃	1,0265*** (8,6627)	1,0064*** (8,5634)	0,9813*** (8,4389)	1,0153*** (8,6300)
<i>PERM</i> ₂	0,0131 (0,1181)	-0,0125 (-0,1136)	-0,0062 (-0,0567)	-0,0105 (-0,0951)
<i>PERM</i> ₃	-0,2610** (-2,0741)	-0,2939** (-2,3418)	-0,2837** (-2,2610)	-0,2911** (-2,3198)
<i>DUAL</i>	-0,3590*** (-3,9865)	-0,3389*** (-3,8060)	-0,3351*** (-3,7825)	-0,3287*** (-3,6698)
<i>GEN</i>	0,5800** (1,9649)	0,5494* (1,8701)		0,5321* (1,8066)
<i>DCONS</i>	0,0365*** (3,3236)	0,0342*** (2,8665)	0,0335*** (2,8114)	0,0344*** (2,8812)
<i>IND</i>	-0,0043** (-2,3663)	-0,0047** (-2,5441)	-0,0045** (-2,4524)	-0,0045** (-2,4307)
<i>DEMP</i>		-0,0048 (-0,1767)	-0,0049 (-0,1802)	-0,0137 (-0,4873)
<i>ROA</i>	-1,1571*** (-5,5594)	-0,8139*** (-4,6954)	-0,7972*** (-4,6448)	-0,8036*** (-4,6523)
<i>PIB</i>	-0,3319 (-1,6255)	-0,3517* (-1,6660)	-0,3020 (-1,4946)	-0,3190 (-1,5799)
<i>GOV</i>	0,0234 (0,8449)	0,0235 (0,7976)	0,0158 (0,5712)	0,0188 (0,6777)
<i>LN Vendas</i>	-0,0080 (-0,3169)			
<i>Dummy Crise</i>		0,0540 (0,5898)		
<i>% mulheres no conselho</i>			-0,0060 (-1,4114)	
<i>Dummy Financeira</i>				0,1412 (1,1728)
Constante	-1,5751** (-2,4562)	-1,5231** (-2,3137)	-1,5242** (-2,3445)	-1,4840** (-2,2608)
Wald χ^2	145,71	135,55	134,31	136,91
Valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Observações	6.377	6.454	6.472	6.454

Nota: *, ** e *** indicam a significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Os valores entre parênteses referem-se à estatística z.

Variáveis: *TCEO Dummy*, assume o valor 1 se o CEO deixa de exercer esse cargo e 0, caso contrário; *IDADE*₁ *Dummy*, assume o valor 1 se a idade do CEO for igual ou inferior a 50 anos e 0, caso contrário; *IDADE*₂ *Dummy*, assume o valor 1 se a idade do CEO estiver entre 51 e 59 anos e 0, caso contrário; *IDADE*₃ *Dummy*, assume o valor 1 se a idade do CEO for igual ou superior a 60 anos e 0, caso contrário; *PERM*₁ *Dummy*, assume o valor 1 se a duração no cargo de CEO for igual ou inferior a 5 anos e 0, caso contrário; *PERM*₂ *Dummy*, assume o valor 1 se a duração no cargo de CEO estiver entre 6 e 9 anos e 0, caso contrário; *PERM*₃ *Dummy*, assume o valor 1 se a duração no cargo de CEO for igual ou superior a 10 anos e 0, caso contrário; *DUAL Dummy*, assume o valor 1 se o CEO é igualmente presidente do conselho de administração e 0, caso contrário; *GEN Dummy*, assume o valor 1 se o CEO for mulher e 0, caso contrário; *DCONS* número total de diretores no conselho de administração; *IND* percentagem de diretores independentes no conselho de administração; *DEMP* logaritmo natural do ativo total; *ROA* quociente entre o resultado líquido da empresa e o total do ativo; *PIB* logaritmo natural do PIB *per capita*; *GOV* valor agregado dos seis indicadores WGI.